信用评级公告

联合〔2021〕3980 号

联合资信评估股份有限公司通过对株洲市湘江风光带建设开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持株洲市湘江风光带建设开发有限公司主体长期信用等级为 AA，“15 湘江建开债/PR 湘开债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

株洲市湘江风光带建设开发有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
15 湘江建开债/PR 湘开债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 湘江建开债/PR 湘开债	15.00 亿元	6.00 亿元	2022/11/25

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

株洲市湘江风光带建设开发有限公司（以下简称“公司”）是株洲市湘江风光带项目建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体，在区域环境、外部支持方面具备优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司存货和其他应收款仍对公司资金形成很大占用、收入受土地市场影响大幅下降、土地资产抵押比率较高、房地产业务持续性较弱以及短期偿债压力较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

“15 湘江建开债/PR 湘开债”设置了本金分期偿还条款。同时，公司以自有的四宗土地使用权和关联方株洲市水利建设投资有限公司的一宗土地为“15 湘江建开债/PR 湘开债”提供抵押担保，以 2020 年 11 月 20 日为评估基准日，上述五宗土地使用权评估总价 26.66 亿元，为“15 湘江建开债/PR 湘开债”未偿还本金的 4.44 倍，有利于保障“15 湘江建开债/PR 湘开债”本息偿还的安全性。

随着公司在建项目的持续推进，公司未来有望保持稳健经营。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 湘江建开债/PR 湘开债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020 年，株洲市地区生产总值为 3105.8 亿元，按可比价计算，比上年增长 4.1%，固定资产投资额比上年增长 9.7%，地方一般公共预算收入完成 204.6 亿元，增长 1.81%。
2. **公司业务专营性强。**公司是株洲市湘江风光带项目建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体，业务专营性强。
3. **偿债保障措施。**“15湘江建开债/PR湘开债”设置了分期还款安排且以五宗土地提供抵押担保，有利于降低债券偿还风险。

分析师： 夏妍妍 陈铭哲
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **资产流动性仍较弱。**公司资产以存货和其他应收款为主，对资金形成很大占用。存货主要为土地资产，抵押比例较高，资产流动性较弱。
2. **跟踪期内，公司土地整理收入大幅下降，未来收入实现时点及规模存在一定不确定性。**公司土地整理业务易受株洲市土地出让行情影响，2020年土地整理收入同比大幅下降，未来收入实现存在一定不确定性。
3. **房地产业务持续性较弱。**2020年公司房地产业务收入主要为芙蓉花园一期尾盘销售，受房地产市场低迷影响，芙蓉花园二期暂不继续投入，公司完成已有的房地产项目后，可能将不再从事该业务，该业务持续性较弱。
4. **短期偿债压力较大。**2020年底，公司货币资金规模较小，调整后现金短期债务比为0.32倍，短期偿债压力较大。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	0.59	0.22	1.09
资产总额(亿元)	126.76	123.85	136.54
所有者权益(亿元)	47.84	48.59	49.03
短期债务(亿元)	2.65	2.40	0.40
长期债务(亿元)	21.49	15.06	10.33
全部债务(亿元)	24.14	17.46	10.73
营业收入(亿元)	7.77	4.45	0.35
利润总额(亿元)	1.84	0.75	0.12
EBITDA(亿元)	1.92	0.76	0.17
经营性净现金流(亿元)	0.89	7.76	1.95
营业利润率(%)	17.70	7.37	63.12
净资产收益率(%)	3.84	1.55	0.24
资产负债率(%)	62.26	60.77	64.09
全部债务资本化比率(%)	33.54	26.44	17.96
流动比率(%)	216.98	202.28	175.11
现金短期债务比(倍)	0.22	0.09	2.73
经营现金流动负债比(%)	1.55	12.90	2.53
全部债务/EBITDA(倍)	12.55	22.83	61.99
EBITDA 利息倍数(倍)	1.44	0.65	0.10

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 湘江建开债/PR 湘开债	AA	AA	稳定	2020/6/5	朱 煜 张 铖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
15 湘江建开债/PR 湘开债	AA	AA	稳定	2015/4/14	王 冰 李苏磊	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由株洲市湘江风光带建设开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

株洲市湘江风光带建设开发有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于株洲市湘江风光带建设开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2020 年 1 月，公司唯一股东株洲市湘江投资集团有限公司（以下简称“湘投集团”）出资人由株洲市国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”）变更为株洲市城市建设发展集团有限公司（以下简称“株洲城建”）；公司实际控制人仍为株洲市国资委。截至 2020 年底，公司注册资本 2.00 亿元、实收资本 2.83 亿元，注册资本与实收资本差异系湘投集团无偿划转株洲运通投资管理有限公司（以下简称“株洲运通”）所致。

跟踪期内，公司经营范围变更为：环境综合治理项目咨询、设计、施工及运营；工程项目管理服务；生态保护及环境治理业务服务；环保设施运营及管理；污染治理项目的运营；土地管理服务；政府公用工程及配套设施的建设与管理；房地产开发与经营、房地产租赁经营；物业管理；停车场管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

跟踪期内，公司部门设置有所变化，截至 2020 年底，公司内设土地事务部、资产经营部、策划招商部、党务综合部和财务融资部等 5 个职能部门；公司纳入合并范围子公司一家。

截至 2020 年底，公司资产总额 136.54 亿元，所有者权益 49.03 亿元；2020 年，公司实现营业收入 0.35 亿元，利润总额 0.12 亿元。

公司注册地址：湖南省株洲市芦淞区沿江中路 8 号；公司法定代表人变更为吴自建。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年底，联合资信所评“15湘江建开债/PR湘开债”（以下简称“本期债券”）余额6.00亿元。跟踪期内，本期债券已按期支付利息并兑付部分本金3.00亿元。

本期债券募集资金全部用于株洲清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程项目（以下简称“募投项目”或“铜塘港项目”），项目总投资24.23亿元，项目建成后将通过土地出让获得一定收益，并作为偿债来源。截至2020年底，募投项目累计投入24.00亿元，已按规定用途使用募集资金14.90亿元。跟踪期内，项目建设稳步推进，目前已对场地内影响治污的建筑物进行拆除清理，对片区内被污染铜塘港港道及水塘约1200立方米的重金属污染底泥进行疏浚，同时进行稳定化、固化处理并进行安全填埋；完成地块沿江路道路及配套工程的建设，完成安置小区、物流仓储、物流商务中心等子工程。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 湘江建开债/PR 湘开债	15.00	6.00	2015/11/25	7

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对

冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，

强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压

力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县

2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，株洲市经济持续增长，增速较全国及湖南省平均水平高，地方一般公共预算收入持续增长，公司经营环境良好。

根据《株洲市2020年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2020年株洲市地区生产总值3105.8亿元，按可比价计算（下同），比上年增长4.1%，分别高于全国、全省1.8个和0.3个百分点。其中，第一产业实现增加值255.7亿元，增长3.3%；第二产业实现增加值1437.5亿元，增长4.9%；第三产业实现增加值1412.6亿元，增长3.3%。全市三次产业结构调整为8.2：46.3：45.5，第一、二、三产业对GDP的贡献率分别为4.6%、62.1%和33.3%。

2020年，株洲市固定资产投资额比上年增长9.7%，分别高于全国、全省6.8个和2.1个百分点。从产业看，第一产业固定资产投资下降6.6%；第二产业增长22%；第三产业增长3%。从投资主体看，民间投资增长7.3%；国有投资增长4.1%。从投资方向看，全市工业投资、高新技术产业投资、民生工程投资、生态环境投资、基础设施投资分别增长22%、29%、8.3%、52.3%和6.6%。2020年，全市房地产开发投资420.2亿元，增长4.3%。商品房销售面积691.4万平方米，增长1%；商品房销售额413.4亿元，下降1.5%；年末商品房待售面积87.4万平方米，下降14.9%。

根据《株洲市 2020 年财政预算执行情况及 2021 年市本级财政预算（草案）》，2020 年，株洲市地方一般公共预算收入完成 204.6 亿元，增长 1.81%，其中税收收入同口径下降 2.04%，占地方一般公共预算收入的 62.59%；全市累计完成一般公共预算支出 470.2 亿元，同口径下

降 1.61%。同期，全市政府性基金预算收入完成 284.07 亿元，下降 4.47%；政府性基金预算支出完成 330.82 亿元，增长 28.42%。根据《湖南省 2020 年预算执行情况与 2021 年预算草案》，截至 2020 年底，株洲市地方政府债务余额 809.73 亿元，其中一般债务 352.18 亿元，专项债务 457.55 亿元。

六、基础素质分析

公司唯一股东湘投集团出资人由株洲市国资委变更为株洲城建。跟踪期内，公司职能定位未发生变化；公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

2020 年 1 月，公司唯一股东湘投集团出资人由株洲市国资委变更为株洲城建；公司实际控制人仍为株洲市国资委。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司仍是湘江风光带项目建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体，在湘江两岸的旧城改造和棚户区改造方面具有专营性。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：914302006918052887），截至 2021 年 6 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至跟踪评级报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，受公司唯一股东出资人发生变更，公司法定代表人、董事、监事、高管均发生变更，但未对公司生产经营、财务状况及偿债能力产生重大不利影响。

跟踪期内，公司法定代表人、董事长变更为吴自建；董事变更为吴自健、言芳和李莉；公司总经理变更为言芳；财务负责人变更为刘丽霞；监事变更为欧静。

吴自建先生，1970 年出生，毕业于湖南省林业专科学校；历任株洲摩托车厂车间计划员、调度室主任、车间副主任、车间主任、制造部长、生产厂长，株洲江南商城总经理助理，湘银园林绿化工程有限公司办公室主任、总经理，湘银房地产股份有限公司综合部长，湖南爱拼房地产有限公司董事长助理，株洲市国盛市场经营管理有限公司副总经理，株洲市交发集团土地管理部长，湘投集团土地经营部部长等，2020 年 5 月至今任公司党支部书记、董事长。

言芳女士，1978 年出生，毕业于株洲工学院（现更名为“湖南工业大学”）；历任海南养生堂广东分公司综合部文员，湖南天华会计师事务所（现更名为“天职国际会计师事务所”）审计部项目经理，公司财务部部长、副总经理，湘投集团融资财务部部长，2020 年 5 月至今任公司总经理。

跟踪期内，公司法定代表人发生变更，《公司章程》也相应修改；公司部门设置有所变化，截至2020年底，公司内设土地事务部、资产经营部、策划招商部、党务综合部和财务融资部等5个职能部门。公司按照管理制度有序推进各项事务。公司管理制度较完善，人员构成较合理，能满足日常工作需要。

除上述变动外，公司在法人治理结构和管理等方面无其他变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入构成变化较大且整体收入大幅下降，其中土地整理业务收入及房地产收入均大幅下降，受土地整理业务毛利率大幅上升影响，综合毛利率大幅上升。

2020 年，公司实现营业收入 0.35 亿元，同比大幅下降 92.14%。其中，土地整理收入 0.22 亿元，同比大幅下降 83.82%；房地产收入 0.13 亿元，同比大幅下降 95.78%。由于土地整理业务毛利率大幅回升，公司综合毛利率大幅上升至 64.92%。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况(单位：亿元、%)

项目	2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	1.36	30.51	7.28	0.22	61.65	97.81
房地产	3.08	69.25	10.28	0.13	37.10	9.09
其他业务	0.01	0.21	100.00	*	1.25	100.00
合计	**4.45**	**100.00**	**9.55**	**0.35**	**100.00**	**64.92**

注：1. 2020 年，公司实现其他业务收入 43.71 万元；2. 公司各业务总和与合计数存在误差系四舍五入所致（下同）
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理业务

跟踪期内，受新冠肺炎疫情及土地市场影响，公司土地整理业务收入大幅下降，该业务收入存在一定不确定性。

公司为株洲市棚改实施主体，项目支出主要通过土地出让返还和政府补贴平衡。公司目前负责河东区域E01至E16和河西区域的W01到 W08 范围内的土地整理、旧城改造和新建项目。

公司根据市政府下达的项目实施计划对项目地块房屋进行征收并整理，由政府部门对征收成本进行核定，制定出让方案，报市土地管理委员会批准后，挂牌出让。一般在土地出让时确认收入，在出让后的一个月内公司可收到土地出让净收益返还（其中包括土地开发成本全额返还、土地出让纯收益扣除财政提留后按一定比例返还），未收到款项计入其他应收款。根据株洲市政府性债务管理工作领导小组办公室 2019 年 10 月下发的《土地整理事务委托服务机制方案》，市属国有企业提供储备土地整理事务服务可获得整理服务费，整理服务费按宗地出让收入（成交额）2%计算。

2020 年，受新冠肺炎疫情及土地市场影响，公司未出让土地，实现土地整理收入 0.22 元，实现资金回笼 0.73 亿元（全部为以往年度土地出让的回笼资金）。土地整理业务毛利率 97.81%，同比大幅上升，主要由于当年土地整理业务收入为湘江株洲段城市防洪（清晌田保护圈）项目征收公司土地面积 5005.69 平方米、房屋 5 栋，公司收到土地征收补偿。2021 年公司计划土地整理投入 2.91 亿元，计划出让地块预计金额 3.53 亿元，涉及地块包括湘江 1 号项目和大园棚户区改造项目。

未来公司将继续按照政府安排进行整理并出让，收益可能因地块整治成本和出让价格不同而出现波动，收益实现时间受政府规划、区域土地市场行情等影响大。

（2）房地产业务

跟踪期内，公司房地产业务仅尾盘销售，房地产收入大幅下降，且该业务持续性较弱。

公司自 2017 年起开展房地产业务，目前已完工和在售项目为芙蓉花园一期，商品房去化率达 95%，商铺未销售；芙蓉花园二期尚未开工建设（可供出售面积尚未确定），受房地产市场低迷影响暂停投入，无其他拟建项目。2020 年公司实现房地产收入 0.13 亿元，为芙蓉花园一期尾盘销售。公司完成上述房地产项目后，可能将不再从事该业务，该业务持续性较弱。

表 5　2020 年底公司房地产项目情况(单位:亿元)

项目名称	总投资额	2020 年底已投资额	尚需投资金额
芙蓉花园一期	4.68	3.93	0.20
芙蓉花园二期	8.80	1.30	--
合计	**13.48**	**5.23**	**0.20**

注:芙蓉花园一期截至 2020 年底已投资额较 2019 年减少 0.02 亿元系工程结算审计核减所致
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司共拥有可出让或可供开发的土地使用权 31 宗，总面积 102.04 万平方米，其中注入土地 27 宗，面积 75.14 万平方米，评估价值 42.07 亿元（计入“存货-开发成本”，扣除评估价值中包含的负债部分，计入“资本公积”37.33 亿元）。土地性质方面，商业用地 86.43 亩、城镇住宅用地 991.86 亩、其他商服用地 442.75 亩。

3. 未来发展

公司未来仍将以土地整理和棚户区改造业务为主，房地产业务持续性较弱，随着业务的开展，公司仍存在一定的融资需求。

目前，公司主要在建的棚改和土地整理项目包括红旗广场棚户区项目、大园棚户区改造项目、荷塘商贸城项目和石峰山片区项目等，项目总投资合计 56.05 亿元，截至 2020 年底已完成投资 47.70 亿元，尚需投资 8.35 亿元，存在一定融资需求。

表 6　截至 2020 年底公司主要投资项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资额
铜塘港项目	242333	240000	2333
神龙公园西北角项目（湘江 1 号）	39717	24215	15502
红旗广场棚户区项目	72690	66861	5829
大园棚户区改造项目	74840	71312	3528
芙蓉路片区棚改项目	78000	49631	28369
荷塘商贸城项目	27989	22100	5889
石峰山片区项目	24949	2864	22085
合计	**560518**	**476983**	**83535**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报表，湖南建业会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2020年底，公司合并范围内一级子公司1家，为湘投集团无偿划转，合并范围变动的子公司规模较小，合并范围变化对公司财务数据影响小，公司财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司资产总额 136.54 亿元，所有者权益 49.03 亿元；2020 年，公司实现营业收入 0.35 亿元，利润总额 0.12 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；资产构成仍以土地资产和往来款为主，且土地资产抵押比率较高，资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 136.54 亿元，较上年底增长 10.24%，主要系存货增长所致。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表7　公司主要资产构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.22	0.17	1.09	0.80
其他应收款	50.27	40.59	50.24	36.79
存货	69.86	56.41	82.12	60.15
流动资产	**121.67**	**98.24**	**135.06**	**98.92**
非流动资产	**2.18**	**1.76**	**1.48**	**1.08**
资产总额	**123.85**	**100.00**	**136.54**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司流动资产 135.06 亿元，较上年底增长 11.00%。公司货币资金 1.09 亿元，较上年底大幅增长 406.32%，受限资金 0.16 亿元。公司其他应收款 50.24 亿元，较上年底变化不大；其他应收款主要由与株洲市水利建设投资有限公司往来款 48.52 亿元（募投项目通过往来款形式拨入株洲市水利建设投资有限公司，由该公司负责施工建设）和政府往来款（含土地出让尚未返还款）1.41 亿元构成，集中度高；公司累计计提坏账准备 64.77 万元，计提比例很低。存货 82.12 亿元，较上年底增长 17.55%，主要系项目持续投入所致，存货主要包括土地开发成本 39.00 亿元（大部分为棚改土地整理投入）、政府注入的土地资产 42.07 亿元以及开发产品 1.05 亿元。其中，用于抵押的土地资产 18.47 亿元，均为“15 湘江建开债/PR 湘开债”提供的抵押担保，占政府注入土地资产的 43.90%，土地抵押比率较高。

截至 2020 年底，公司非流动资产 1.48 亿元，较上年底下降 32.26%，主要由于其他非流动资产减少，2020 年底，公司其他非流动资产较上年底减少 0.55 亿元，系根据株国资函〔2020〕29 号将政府注入的玉兰山庄土地划出所致。公司非流动资产构成较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2020 年底，公司受限资产总额 18.63 亿元，包括存货中土地 18.47 亿元和货币资金 1601.00 万元，占资产总额 13.65%。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长；有息债务规模有所下降，但短期偿债压力较大。

截至 2020 年底，公司所有者权益规模 49.03 亿元，较上年底小幅增长，主要系实收资本增加所致，构成较上年底变化不大，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 5.77%、78.38%和 13.81%。截至 2020 年底，公司实收资本 2.83 亿元，较 2019 年底增加 0.83 亿元，系湘投集团无偿划转株洲运通所致。

截至 2020 年底，公司负债总额 87.51 亿元，较上年底增长 16.27%，主要系其他应付款增长所致。公司负债仍以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债 77.13 亿元，较上年底增长 28.23%，主要系其他应付款增长所致。公司其他应付款 76.31 亿元，较上年底增长 34.68%，主要系与股东往来款增加所致，前五大其他应付款单位余额 76.11 亿元，占比 99.73，集中度很高，主要为与股东的往来款。截至 2020 年底，公司非流动负债 10.38 亿元，较上年底下降 31.30%，主要系部分长期借款调整至一年内到期和分期偿还“15 湘江建开债/PR 湘开债”所致。公司长期借款 4.35 亿元，全部为保证借款。应付债券 5.98 亿元，较上年底减少 2.98 亿元。

截至 2020 年底，公司全部债务 10.73 亿元，较上年底下降 38.54%。若将“15 湘江建开债/PR 湘开债”中 2021 年将兑付的 3.00 亿元分期本金从长期债务调整至短期债务，公司调整后短期债务 3.40 亿元（占 31.69%）、调整后长期债务 7.33 亿元（占 68.31%）。公司 2021 和 2022 年分别需偿还有息债务 3.40 亿元和 7.33 亿元，公司 2022 年面临一定的集中兑付压力。截至 2020 年底，公司资产负债率较 2019 年底提升 3.32 个百分点至 64.09%，调整后长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均进一步下降，分别为 13.01%和 17.96%。

4. 盈利能力

跟踪期内，受土地整理和房地产业务收入大幅下降影响，公司营业收入和利润总额均大幅下降，公司整体盈利依然弱。

2020 年，公司营业收入 0.35 亿元，同比下降 92.14%，主要系受新冠肺炎疫情及市场影响土地整治收入大幅下降且房地产业务仅尾盘销售所致；同期，公司营业成本 0.12 亿元，同比下降 96.95%，2020 年公司营业利润率上升至 63.12%。

2020 年，公司期间费用 0.08 亿元，同比下降 15.62%，其中财务费用-43.67 万元，财务费用为负系利息收入所致。由于 2020 年公司营业收入大幅下降，期间费用率由 2019 年的 2.26%大幅上升至 24.27%。

2020 年，公司营业利润大幅下降至 1322.67 万元。利润总额 1152.77 万元，同比下降 84.66%。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别下降至 0.19%和 0.24%，公司整体盈利指标依然弱。

5. 现金流分析

跟踪期内，受收入回款及往来款净流入下降影响，公司经营活动现金流量净额大幅下降。公司购置土地，投资活动净流出规模大。公司需依赖筹资活动平衡投资支出及债务偿还需求，筹资活动现金流入以往来资金拆借为主。

公司经营活动主要是经营业务收支以及与关联方的往来款。2020年，公司经营活动现金流入量2.71亿元，同比下降84.56%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金和收到的往来款减少所致。公司销售商品、提供劳务收到的现金0.78亿元，同比下降86.60%。公司土地整理和房地产等业务投入同比大幅减少，2020年

为0.63亿元。公司经营活动现金流量净额由2019年的7.76亿元大幅下降至1.95亿元。2020年，公司现金收入比由2019年的131.61%增长至224.39%。

2020年，公司投资活动主要为购建固定资产等投入6040.58万元以及支付荷塘商贸城305地块摘牌资金9.07亿元。投资活动现金流量净额为-9.68亿元。

2020 年，公司筹资活动现金流入 22.21 亿元，主要为与湘投集团和株洲城建的内部往来资金。筹资活动现金流出 13.76 亿元，主要是偿还债务本息。筹资活动现金流量净额由负转正，2020 年为 8.46 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司货币资金规模小，短期偿债压力较大；公司长期偿债能力弱。但考虑到股东和政府的有力支持，公司整体偿债能力强。

2020 年底，公司流动比率和速动比率分别下降至 175.11%和 68.63%；公司经营现金流动负债比下降至 2.53%；调整后现金短期债务比为 0.32 倍，公司短期偿债压力较大。

2020 年，公司 EBITDA 为 0.17 亿元，同比下降 77.36%；公司全部债务/EBITDA 增至 61.99 倍；EBITDA 利息倍数下降至 0.10 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度弱。整体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2020 年底，公司共获得银行授信额度 5.00 亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2020 年底，公司无对外担保。

十、存续期内债券偿债能力

截至2020年底，公司存续债券余额6.00亿元，其中一年内到期的应付债券3.00亿元，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力较弱。

截至2020年底，公司一年内到期的应付债券3.00亿元。2020年底，公司现金类资产1.09亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为2.71亿元、1.95亿元和0.17亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司现金类资产对2021年到期债券余额保障能力较弱，经营活动现金和EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力较弱。

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
2021 年到期债券余额	3.00
未来待偿债券本金峰值	3.00
2020 年底现金类资产/2021 年到期债券余额	0.36
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.90
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.65
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.06

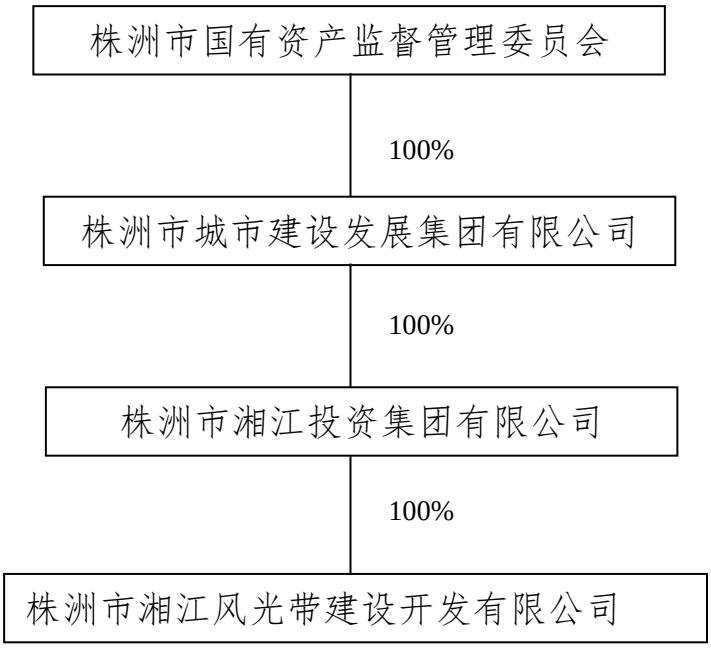
资料来源：联合资信整理

此外，株洲市水利建设投资有限公司以其拥有的面积为 7.12 万平方米（约 106.73 亩）的一宗土地使用权、公司以自有的总面积为 29.52 万平方米（约 442.75 亩）的四宗土地使用权为“15 湘江建开债/PR 湘开债”还本付息提供抵押担保。根据湖南天华房地产土地评估有限责任公司出具的资产评估报告，以 2020 年 11 月 20 日为评估基准日，株洲市水利建设投资有限公司土地使用权评估价值 5.26 亿元，公司四宗土地使用权评估价值 21.40 亿元（账面价值 18.47 亿元）。上述五宗土地使用权评估总价 26.66 亿元，为“15 湘江建开债/PR 湘开债”未偿还本金的 4.44 倍，满足公司抵押倍数不低于 1.5 倍的约定（抵押倍数是指抵押资产价值总额与“15 湘江建开债/PR 湘开债”未偿还本金的比例），上述措施有利于保障“15 湘江建开债/PR 湘开债”本息偿还的安全性。

十一、 结论

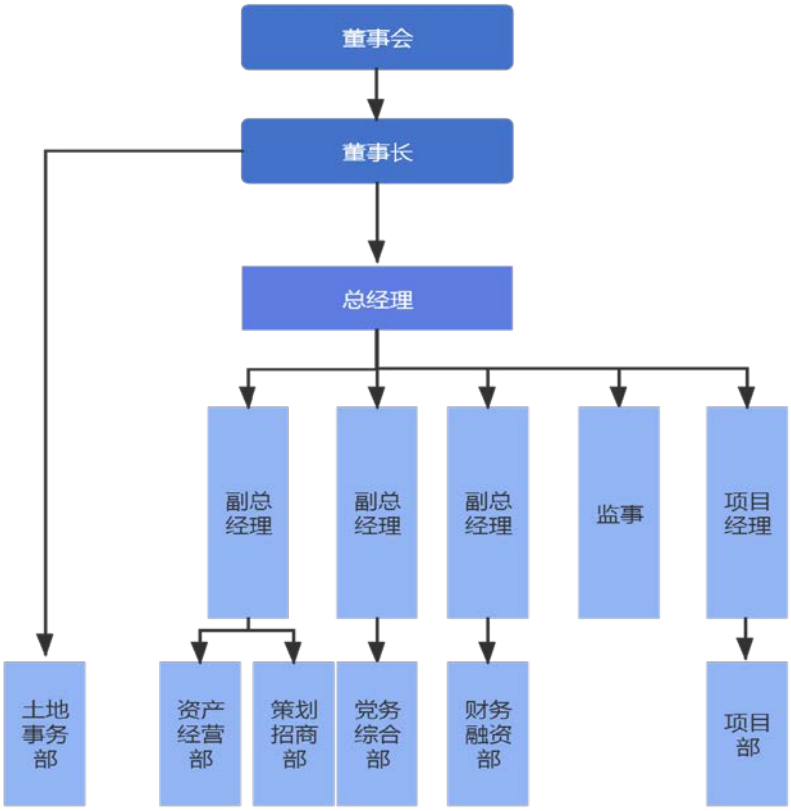
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 湘江建开债/PR 湘开债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底公司子公司情况

子公司名称	注册地	注册资本（万元）	实收资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
株洲运通投资管理有限公司	株洲市	20000.00	8300.00	100.00	股权转让

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.59	0.22	1.09
资产总额(亿元)	126.76	123.85	136.54
所有者权益(亿元)	47.84	48.59	49.03
短期债务(亿元)	2.65	2.40	0.40
长期债务(亿元)	21.49	15.06	10.33
全部债务(亿元)	24.14	17.46	10.73
营业收入(亿元)	7.77	4.45	0.35
利润总额(亿元)	1.84	0.75	0.12
EBITDA(亿元)	1.92	0.76	0.17
经营性净现金流(亿元)	0.89	7.76	1.95
财务指标			
销售债权周转次数(次)	125.10	38.54	1.33
存货周转次数(次)	0.09	0.06	0.00
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.00
现金收入比(%)	50.53	131.61	224.39
营业利润率(%)	17.70	7.37	63.12
总资本收益率(%)	2.58	1.14	0.19
净资产收益率(%)	3.84	1.55	0.24
长期债务资本化比率(%)	31.00	23.67	17.41
全部债务资本化比率(%)	33.54	26.44	17.96
资产负债率(%)	62.26	60.77	64.09
流动比率(%)	216.98	202.28	175.11
速动比率(%)	94.97	86.13	68.63
经营现金流动负债比(%)	1.55	12.90	2.53
现金短期债务比（倍）	0.22	0.09	2.73
EBITDA 利息倍数(倍)	1.44	0.65	0.10
全部债务/EBITDA(倍)	12.55	22.83	61.99

附件3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=〔(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1〕×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。